



东兴证券
DONGXING SECURITIES

每一天的我，都是更好的我

——荣盛发展（002146）系列报告永清篇

2016年02月03日

强烈推荐/维持

荣盛发展

调研报告

报告摘要：

产业地产将成为公司地产业务的三大支柱之一。公司已经确定签约永清和香河2个产业园区项目，另外公司还在围绕北京布局，积极协商其它新的园区，未来公司将开启3-4年的快速产业地产发展进程，预期产业地产和旅游地产将与住宅地产共同作为公司的支柱性产业。

- ◆ 我们预计永清和香河两个工业园区近期可给公司带来年10亿多的营业收入和1亿多的利润，随着工业投产、人口聚集和基础设施进一步配套完善，产业园区将进一步焕发出活力，有望在2016年实现营收和利润翻番。
- ◆ 永清工业园是目前唯一一个能够真正实现政治、经济二合一的工业园区。鉴于亦庄产业园有近2平方公里企业转移外迁的需求，园区中有10平方公里归亦庄直接行政管辖，由公司进行一级开发，其中土地运营和收益将全部归公司所有。

战略调整保障可持续发展。公司在战略方面做出多方调整，从业务方面来看，公司地产业务的品种增多，旅游地产、产业地产和住宅地产并重；从城市布局方面来看，将从部分三四线城市撤出，以成本价卖出项目回笼现金流，重点开拓和发展京津冀区域和南京等重点城市市场，深耕布局区域和城市；从资金方面，未来有望通过发行公司债、与政策性金融机构合作等方面实现资金成本的进一步降低，享受当前流动性充裕环境的利好。

公司盈利预测及投资评级。公司所在的河北廊坊地区受益于京津冀一体化，将迎来快速发展的机会，永清、香河等产业园区的建设建成将实现公司地产业务多元化布局的目标。

- ◆ 我们预计公司2015年-2017年营业收入分别为276.16亿元、354.84亿元和463.16亿元，归属于上市公司股东净利润分别为38.58亿元、47.68亿元和63.69亿元；每股收益分别为0.89元、1.10元和1.47元，对应PE分别为8.02、6.49和4.86，维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	19,170.7	23,118.9	27,616.1	35,484.2	46,315.7
增长率(%)	42.90%	20.59%	19.45%	28.49%	30.52%
净利润(百万元)	2,906.36	3,231.98	3,859.97	4,771.13	6,372.70
增长率(%)	19.43%	23.61%	19.43%	23.61%	33.57%
净资产收益率(%)	26.52%	23.27%	19.64%	20.09%	21.80%
每股收益(元)	1.55	1.71	0.89	1.10	1.47
PE	4.59	4.16	8.02	6.49	4.86
PB	1.23	0.98	1.58	1.30	1.06

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

梁小翠

010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

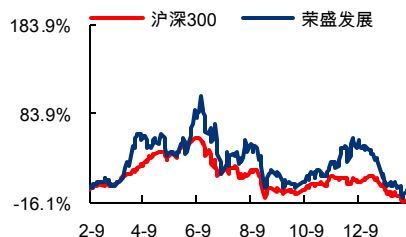
执业证书编号：

S1480115080094

交易数据

52周股价区间(元)	7.12-16.3
总市值(亿元)	309.59
流通市值(亿元)	239.38
总股本/流通A股(万股)	434816/336213
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.84

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《荣盛发展（002146）：我若盛开 清风自来》2015-11-23
- 2、《荣盛发展（002146）：由面归点——困境突围之路》2015-10-26
- 3、《荣盛发展（002146）：不停地行走，只为在最美的地方等你》2015-10-22
- 4、《荣盛发展（002146）：重笔首都南大门 与京津冀同飞翔》2015-09-25

目 录

1. 发展和调整成就公司经营的巨大活力	3
1.1 公司设立了快速发展的远景目标	3
1.2 战略调整促地产业务板块优化	3
2. 北京亦庄·永清高新技术产业开发区看点	4
2.1 独特的管理架构	4
2.2 优势的地理位置	4
2.3 充足的土地储备	5
2.4 高端的产业定位	6
2.5 优惠的政策支持	6
3. 北京亦庄·永清高新技术产业开发区竞争优势	6
4. 投资评级	7

表格目录

表 9: 公司盈利预测表	8
--------------------	---

插图目录

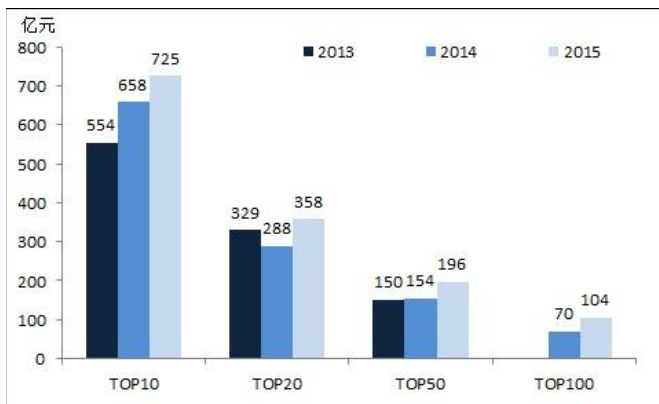
图 1: 2015 年房企销售金额入榜门槛	3
图 2: 2015 年房企销售面积入榜门槛	3
图 3: 亦庄永清工业园区管理框架	4
图 4: 永清工业园区位图	5
图 5: 永清工业园竞争优势	7

1. 发展和调整成就公司经营巨大活力

1.1 公司设立了快速发展的远景目标

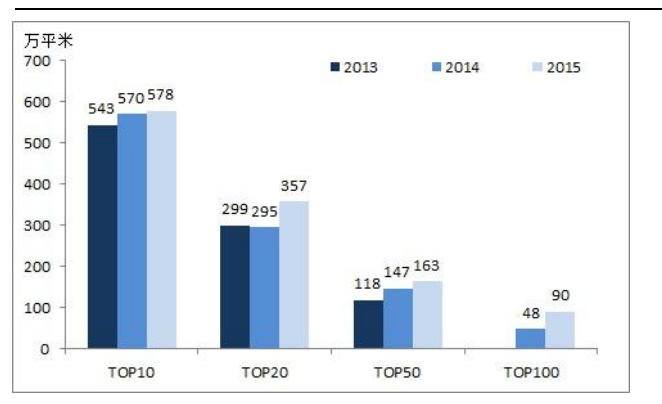
据 CRIC 统计数据显示, 公司 2015 年全年销售额 358 亿元, 销售面积为 577.9 万平方米, 分别列 TOP100 房企排行榜中的第 20 位和第 10 位。在土地资源争夺激烈和金融资源倾向“强者”的行业背景下, 公司仍然坚持成长和发展是对抗行业“寒冬”的最有效措施。

图 1: 2015 年房企销售金额入榜门槛



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图 2: 2015 年房企销售面积入榜门槛



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

公司目前总市值近 300 亿元, 股价为 6.7 元, 远低于 1 月份发行的定增价 9.6 元/股, 未来公司将持续发力旅游地产和产业地产, 以当前园区和旅游地产布局规模和可能产生的收益为基础, 我们参照华夏幸福、华侨城等同类房企估值, 预期公司一年后有望超过 500 亿市值。我们认为, 根据公司确定签约的 2 个园区和未来可能落实的产业园区项目, 未来将开启 3-4 年的快速产业地产发展进程, 预期产业地产和旅游地产将与住宅地产共同作为公司的支柱性产业。

1.2 战略调整促地产业务板块优化

从业务方面来看, 公司地产业务的品种增多, 旅游地产、产业地产和住宅地产并重; 从城市布局方面来看, 将从部分三四线城市撤出, 以合理价格卖出项目回笼现金流, 重点开拓和发展京津冀区域和南京等重点城市市场, 深耕布局区域和城市; 从资金方面, 未来有望通过发行公司债、与政策性金融机构合作等方面实现资金成本的进一步降低, 享受当前流动性充裕环境的利好。

以当前永清工业园为产业地产为重要里程碑, 公司未来产业地产业务将有望实现“下大力气、创大增长”。从资金投入方面来看, 永清园区的合约为 50 年, 预期未来投入的资金规模为几百亿。目前公司已经通过 PPP 模式和政策性银行如国开行、农发行筹资近 20 亿元, 期限 20 年, 以降低巨大的资金压力; 从项目选择来看, 公司在选择园区投资的原则是能够快速实现收益兑现, 从而保证公司的盈利能力。目前永清和香河两个工业园区已经开始创造收益, 我们依据当前入园企业数量和园区发展进程进行预

测,初步估计这两个园区在 2015 年将为公司贡献 10 亿多的营业收入和 1 亿多的利润,预期随着工业投产、人口聚集和基础设施进一步配套完善,产业园区将进一步焕发活力。

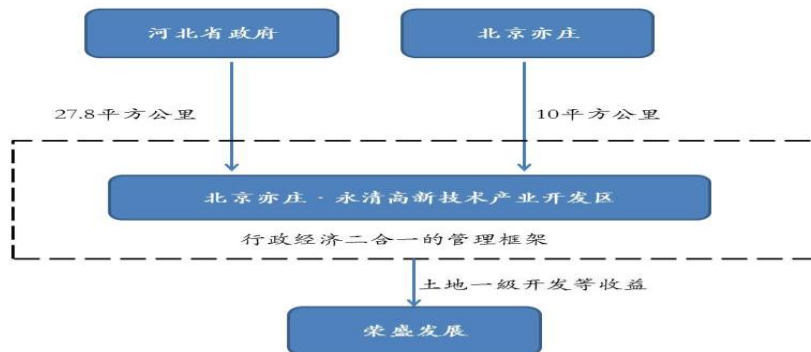
2. 北京亦庄·永清高新技术产业开发区看点

目前,河北省政府将永清工业园和永清经济开发区进行整合,确定与亦庄产业园进行合作开发,名称已经更改为“北京亦庄·永清高新技术产业开发区”。2015 年 9 月,公司与北京京台永清投资有限公司、永清台湾工业新城管理委员会、王常永、任俊臣签订了《河北省永清台湾工业新城整体合作开发项目股权收购合同》。根据合同约定,公司拟收购河北光彩投资有限公司 98.5% 的股权,并由此取得永清台湾工业新城区域内 37.8 平方公里“土地一级开发项目”等权益。

2.1 独特的管理架构

此园区是目前惟一一个能够真正实现政治、经济二合一的工业园区。鉴于亦庄产业园有近 2 平方公里企业转移外迁的需求,园区中有 10 平方公里归亦庄直接行政管辖,由公司进行一级开发,其中土地运营和收益将全部归公司所有。

图 3: 亦庄·永清工业园区管理框架



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

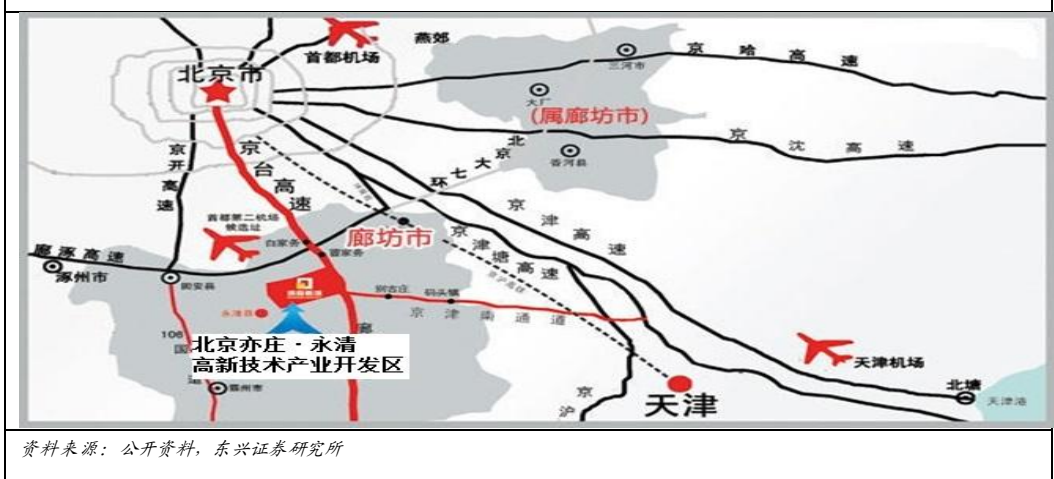
2.2 优势的地理位置

河北省永清台湾工业新城地处廊坊市永清县城东侧,是京津走廊的核心位置。距北京南四环 50 公里,距天津外环线 60 公里。距北京新机场 25 公里,距天津新港 110 公里,距京沪高铁“京南第一站”新廊坊站 23 公里。

园区正处于京台高速公路入口处,通往北京南四环仅需要 25 分钟,成为天然承接亦庄产业转移的平台,尤其是近期永清交通的快速发展,主要体现为:828 路公交车已通,6-7 条高速公路通车或即将通车,京霸专线和 2 条高铁从铁路运输方面提供便利,产业园区距离首都新机场仅 15 分钟,其交通便利最集中的体现为永清高速公路是惟一双向 8 车道的道路。

预计新机场预计 2019 年将投入使用。新机场场址位于永定河北岸，北京市大兴区榆垓镇、礼贤镇与河北省廊坊市广阳区之间。新机场本期按照 2025 年客流量 7200 万人次、货邮量 200 万吨、飞行起降量 62 万架次的目标设计。二机场的建成必然给周边区域带来巨大的发展空间，公司此次所收购股权的项目地处二机场南，永清与北京的黄村和亦庄，河北的廊坊、固安五城与其它六镇形成了一个新航城城镇的网络体系，这一区域具备很好的开发和发展机会，公司此次的收购成功抢占了很好市场资源和很好的市场机会。

图 4:永清工业园区位图



2.3 充足的土地储备

在香河和固安的可用产业园区面积已经不足的情况下，永清充足的土地储备体现出其巨大的竞争优势。整个园区面积为 37.8 平方公里，其中住宅面积约占 1/3，目前关于园区的诸多细节仍然需要进一步商榷，但主体框架已经搭建完毕。

公司在香河也签约了一个产业园区项目，占地面积 60 平方公里，作为承接北京产业转移的黄金区域，香河园区的发展将显著快于永清园区，同时项目的整体价值也将有更大的提升。

永清园区内土地种类繁多，包括宅基地、耕地、林地和工业用地等，目前土地一级开的内容主要包括征地和拆造，预期未来土地整理的进度将是：短则 6-7 个月，长则 2 年。公司当前面临的重要问题是拆迁难，成本越来越高而导致的利润空间压缩将是亟待解决的一大问题。

- ◆ 从工业用地来看，考虑到多重成本，工业用地的利润空间较小，公司主要通过土地一级开发收益和税收返还两种方式，实现土地的增值和营收的增加；
- ◆ 从住宅用地来看，目前永清园内的房价为 6200-7000 元/平方米，在通过招拍挂取得土地后，公司将享受土地一级开发和二级开发的双重收益。公司在园区旁的花语城目前售价 7000 元/平方米，精装修，装修标准 1000 元/平方米，建安成本按 2000 元/平方米计算，土地成本 1000 元，毛利率也将超过 40%。通过此测算，

可以看出永清园区的二级开发将为公司的住宅地产业务板块带来巨大助力。

- ◆ 从商业用地来看，园区内已有 20 多家企业签约，未来工业聚集和人口流入为大概率事件，将对商业形成巨大的吸引力，也将成为保障商业地产发展的重要力量。

2.4 高端的产业定位

由于亦庄产业园的面积仅为 9 平方公里，目前已经呈现出产业过度饱和的状态，尤其是亦庄产业园在前期规划中并未合理规划出相应的娱乐和生活等区域，从而导致其区域内产业的发展受限。为与亦庄产业转移的需求相契合，园区的产业定位为高端产业，2015 年签约入园的企业已有 4 家，涵盖领域包括机器人、生命科学、医药、物流等。目前园区主要聚焦高端制造和服务业，禁止重工业和传统制造业等环境污染较大或资源依赖性较强的产业入园，从而确保园区的发展战略与京津冀协同发展的产业规划相匹配。

另，目前浙商服务城的 3000 亩用地已经开始动工并建设，已经有 2 家企业实现开工，2016 年将投产 30-40 家企业，但鉴于服装产业附加值较低，并不符合园区的定位，未来这一块产业的引入也将停止，以当前的面积为上限。

2.5 优惠的政策支持

从园区的运营来看，公司可以享受一级土地开发的全部收益，入园企业税收归属于县级财政的大部分返还给公司；一级土地开发后的土地仍然通过招拍挂形式进入市场，其中的溢价收益大部分归公司所有。除前述权利外，公司需要负责园区规划、管理、道路、消防等基础设施的建设和运营，基本上承担了地方政府的职能。

从财税方面的支持来看，虽然 2015 年政府已经叫停了地方政府的差异性财税优惠权利，但只是在增量上对未来新增项目的约束，由于园区的运营和建设已经有几年的历史，不在财税政策受限的范围内，入园企业仍然可以享受原有的财税政策，从而保证了整个园区的财税政策竞争力。

从资金方面来看，永清园区的合约为 50 年，预期未来投入的资金规模为几百亿。目前公司已经通过 PPP 模式和政策性银行如国开行、农发行筹资近 20 亿元，期限 20 年，以降低巨大的资金压力。

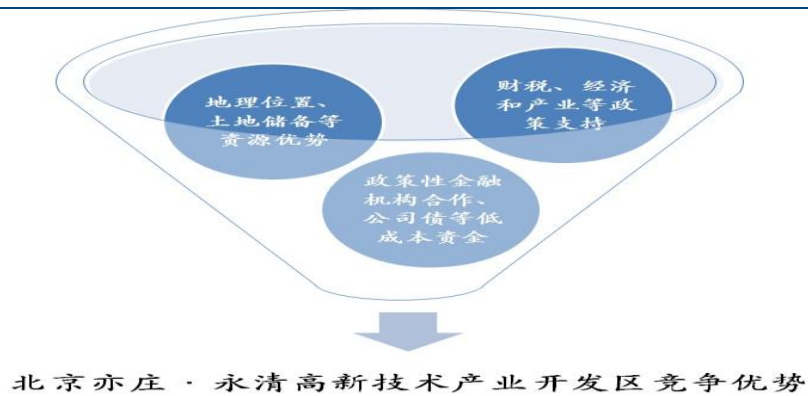
3. 北京亦庄·永清高新技术产业开发区竞争优势

公司看好 2015-2017 年为期 3 年的产业园区购置窗口期，在 2018 年新机场实际落地和高新技术和战略性新兴产业企业入园后，这些催化剂将成为实际的影响力决定产业园区的活力。总体来看，永清工业园区存在三方面巨大的竞争优势：以地理位置、交通便利、土地储备等为代表的资源优势；以优惠财税和亦庄为主导的行政管理框架为代表的政策支持；以国开行等政策性金融机构合作和公司自身低成本融资为代表的资金优势。

产业园区发展最重要的影响因素为地理位置，甚至可以赋予 80% 的权重，另外 20% 的

权重则是城市的辐射半径，这两大因素共同作用决定了一个产业园区的发展前景。从永清当前的地理位置来看，处于北京半小时经济圈内；从城市辐射半径来看，固安已经先行一步，成为最好的例证，伴随着永清交通的进一步顺畅，永清工业园将是北京周边最具吸引力和盈利能力的产业园区之一。

图 5:永清工业园竞争优势



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 投资评级

基于对北京产业转移和人口外溢效应的判断，我们认为，公司在香河、永清的 2 个产业园区项目将为公司贡献大量营收，公司也会继续在北京周边布局签约多个园区，预期随着产业地产板块的继续推进，公司将在实现复制“华夏幸福”模式，在京津冀协同发展 and 北京产业转移的机遇中获得巨大发展。

我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 276.16 亿元、354.84 亿元和 463.16 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 38.58 亿元、47.68 亿元和 63.69 亿元；每股收益分别为 0.89 元、1.10 元和 1.47 元，对应 PE 分别为 8.02、6.49 和 4.86，维持公司“强烈推荐”评级。

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	57368	72507	86760	113703	149337	营业收入	19171	23119	27616	35484	46316
货币资金	4623	5887	7180	9226	12042	营业成本	12380	15420	18503	24129	31495
应收账款	115	266	227	292	381	营业税金及附加	1559	1781	2126	2661	3335
其他应收款	5018	8717	10413	13380	17464	营业费用	422	491	580	745	973
预付款项	6340	3561	5781	8676	12456	管理费用	631	715	851	1093	1427
存货	39424	52016	60831	79329	103544	财务费用	66	156	152	236	332
其他流动资产	1847	2058	2328	2800	3450	资产减值损失	49.94	81.45	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2037	3285	2951	2933	2857	公允价值变动收益	0.00	-0.36	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	95	18	18	18	18	投资净收益	16.41	16.19	0.00	0.00	0.00
固定资产	975.52	1052.11	1302.74	1302.59	1243.44	营业利润	4079	4491	5405	6620	8755
无形资产	167	169	152	135	118	营业外收入	47.22	51.17	55.00	55.00	55.00
其他非流动资产	350	436	0	0	0	营业外支出	22.48	36.42	33.00	33.00	33.00
资产总计	59405	75792	89711	116636	152194	利润总额	4104	4505	5427	6642	8777
流动负债合计	37600	49583	56073	77189	105556	所得税	984	1050	1357	1660	2194
短期借款	4557	7677	17643	28224	42830	净利润	3120	3455	4070	4981	6583
应付账款	5036	8021	7908	10313	13461	少数股东损益	214	224	210	210	210
预收款项	19019	20965	27041	34847	45037	归属母公司净利润	2906	3232	3860	4771	6373
一年内到期的非	5707	7632	0	0	0	EBITDA	4391	4916	5749	7073	9313
非流动负债合计	9321	10733	12189	13686	15186	BPS (元)	1.55	1.71	0.89	1.10	1.47
长期借款	9062	10549	12049	13549	15049	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	46921	60317	68262	90875	120742	成长能力					
少数股东权益	1525	1588	1798	2008	2218	营业收入增长	42.90%	20.59%	19.45%	28.49%	30.52%
实收资本(或股	1892	1905	4348	4348	4348	营业利润增长	47.44%	10.10%	20.35%	22.48%	32.26%
资本公积	1460	1547	1547	1547	1547	归属于母公司净利润	19.43%	23.61%	19.43%	23.61%	33.57%
未分配利润	6233	8838	10922	13498	16940	获利能力					
归属母公司股东	10959	13888	19650	23753	29234	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	59405	75792	89711	116636	152194	净利率(%)	16.27%	14.95%	14.74%	14.04%	14.21%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.89%	4.26%	4.30%	4.09%	4.19%
						ROE(%)	26.52%	23.27%	19.64%	20.09%	21.80%
经营活动现金流	-4736	-1661	-4332	-8931	-11916	偿债能力					
净利润	3120	3455	4070	4981	6583	资产负债率(%)	79%	80%	76%	78%	79%
折旧摊销	246.14	269.52	0.00	217.05	226.05	流动比率	1.53	1.46	1.55	1.47	1.41
财务费用	66	156	152	236	332	速动比率	0.48	0.41	0.46	0.45	0.43
应收账款减少	0	0	39	-65	-89	营运能力					
预收帐款增加	0	0	6076	7807	10189	总资产周转率	0.38	0.34	0.33	0.34	0.34
投资活动现金流	-611	-1299	128	-200	-150	应收账款周转率	168	121	112	137	138
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.58	3.54	3.47	3.89	3.90
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	16	16	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.55	1.71	0.89	1.10	1.47
筹资活动现金流	5965	2659	5498	11177	14882	每股净现金流(最新	0.33	-0.16	0.30	0.47	0.65
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.79	7.29	4.52	5.46	6.72
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	估值比率					
普通股增加	20	14	2443	0	0	P/E	4.59	4.16	8.02	6.49	4.86
资本公积增加	143	87	0	0	0	P/B	1.23	0.98	1.58	1.30	1.06
现金净增加额	618	-301	1293	2046	2816	EV/EBITDA	6.42	6.82	9.30	8.98	8.25

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。